

学校编码: 10384
学号: 15620131152108

分类号 密级
UDC

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

主权财富基金投资收益影响因素的理论和实证研究

Theoretical and Empirical Research of the Influence of the
Sovereign Wealth Fund's Investment Income

吴思莹

指导老师姓名: 朱孟楠教授
专 业 名 称: 国际金融学
论文提交日期: 2016 年 4 月
论文答辩时间: 2016 年 4 月
学位授予日期: 2016 年 6 月

答辩委员会主席:
评阅人:

2016 年 6 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

20 世纪 80 年代以来，中国经济高速发展，在经常账户和资本账户双顺差的推动下，我国外汇储备规模在 2006 年越居全球首位，目前我国外汇储备规模已达 3.3303 万亿美元。如何在保障国家外汇储备安全的同时提高投资的收益，成为一个亟待解决的难题。基于此，我国于 2007 年成立了主权财富基金——中国投资有限责任公司。面对复杂多变的经济形势，探究主权财富基金投资收益的影响因素有助于提高主权财富基金的投资收益，而目前关于主权财富基金投资收益影响因素的研究较少。这正是本文的研究意义和研究目的所在。

本文分为四个部分。首先阐释了主权财富基金的基本定义和发展现状，对资源型主权财富基金和非资源型主权财富基金进行比较分析，再以挪威、新加坡和韩国的主权财富基金为案例，分析资源型和非资源型主权财富基金的运营模式及提高投资收益的方式，探索主权财富基金投资收益的影响因素。其次，以全球 25 家主权财富基金为研究对象，从主权财富基金自身特征（资产规模、透明度、投资策略等）、主权国发展状况、世界宏观经济环境三个角度，探寻主权财富基金投资效益的影响因素，运用聚类分析和面板数据回归方法，从实证角度对主权财富基金投资收益的影响因素进行研究，得出以下结论：第一，实证数据显示透明度变量是显著的，说明提高主权财富基金透明度有助于提高主权财富基金投资收益。第二，实证数据显示主权国发展情况变量是显著的，说明推动主权国政治经济发展对提高主权财富基金投资收益有重要影响。第三，主权财富基金在发达市场投资比重的实证结果都是显著的。第四，代表全球宏观经济环境的全球证券指数的实证结果也是显著的，说明主权财富基金投资收益受国际经济环境影响较大。最后，本文基于理论和实证综合分析，提出提高我国主权财富基金投资收益的政策建议。

关键词：主权财富基金；投资收益；影响因素

Abstract

Since the 1980s, with the rapid development of China, China's foreign exchange reserves reached 3.3303 trillion dollars. In the complex international environment, how to balance the security and profitability of foreign exchange reserves, or rather, how to improve the investment income of foreign exchange reserves while protecting national security has become extremely urgent. Since the complex macroeconomic environment, the research of the factors that influence sovereign wealth fund's investment income is extraordinary important. By studying the relations between the scale of investment, investment area, investment assets, investment environment and the investment income of sovereign wealth fund, it will be helpful to improve the foreseeable and scientific decision-making and enhance sovereign wealth fund investment initiative. It is the significance and purpose of this paper

This paper is divided into four parts. First, by reviewing the literature and comparing the development process of sovereign wealth funds, this paper aims to explore the general development law of sovereign wealth funds and summarize factors which influence sovereign wealth funds investment yield. Secondly, based on the analysis above and analyzing annual data of 25 sovereign wealth funds, this paper uses cluster analysis and panel data regression and comes to the following conclusions: First, to increase the transparency of sovereign wealth funds helps to improve the sovereign wealth fund investments return. Second, to promote the home country political and economic conditions helps to improve the sovereign wealth fund investments return. A higher level of economic and democratic condition helps to provide a good environment for the development of the sovereign wealth funds. Third, sovereign wealth funds should continue to improve the ability of investment decision-making by geographical diversification and investment products diversification. Finally, based on the theoretical and empirical analysis, the paper provide recommendations for the development of sovereign wealth funds.

These are the innovation of this paper: First, the new angle. Analysis of the existing literature mainly focus on sovereign wealth funds own factors, this paper chooses a new angle, from the development of sovereign nation, and use cluster analysis to explore the factors of sovereign wealth fund investment income. Second, the new data. It is difficult to find the information of sovereign funds. This paper renewed the data and increase the number of target nations.

Key Words : Sovereign Wealth Fund; Return; Influencing factor.

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

第一章 导 论	1
第一节 研究背景与意义	1
第二节 文献综述	2
一、主权财富基金的定义及分类研究	2
二、主权财富基金的发展原因及影响分析	2
三、围绕主权财富基金投资行为的研究	3
第三节 研究方法、研究思路及论文框架	7
一、研究方法与研究思路	7
二、论文框架	8
第四节 创新点及进一步研究方向	9
一、主要创新	9
二、进一步研究方向	9
第二章 主权财富基金的基本定义及发展现状	10
第一节 主权财富基金的内涵	10
一、主权财富基金的定义及分类	10
二、主权财富基金的作用	10
第二节 主权财富基金的发展现状与趋势	11
一、主权财富基金的历史简述	11
二、主权财富基金的发展现状	12
三、主权财富基金的发展趋势	18
第三章 世界主权财富基金投资收益影响因素的定性分析	20
第一节 世界主权财富基金运营及投资模式的个案分析	20
一、挪威主权财富基金运营及投资模式分析	20
二、新加坡主权财富基金运营及投资模式分析	26
三、韩国主权财富基金运营及投资模式分析	29
第二节 世界主权财富基金的投资经验分析	33

第四章 世界主权财富基金投资收益影响因素的实证研究	35
第一节 模型构建.....	35
一、数据说明与统计分析.....	35
二、模型的构建.....	37
三、变量选取与数据处理.....	38
四、变量相关性检验.....	43
第二节 实证过程及结论.....	43
一、实证过程.....	43
二、结果分析.....	46
第五章 提高主权财富基金投资收益的政策建议	47
第一节 完善主权财富基金内部体制	47
第二节 完善主权财富基金外部环境	51
第三节 寻求国际合作，实现优势互补，共享发展成果	52
参考文献	54

Table of contents

Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1. Background.....	1
Section 2. Literature review.....	2
Part 1 Definition and classification of Sovereign Wealth Fund.....	2
Part 2 Research on the influence of Sovereign Wealth Fund.....	3
Part 3 Investment status of Sovereign Wealth Fund.....	3
Section 3. Research method, perspectives and framework.....	7
Part 1 Research method and perspectives.....	7
Part 2 Framework.....	8
Section 4. Innovations and further research.....	9
Part 1 Innovations.....	9
Part 2 Further research.....	9
Chapter 2 Basic concepts of Sovereign Wealth Fund.....	11
Section 1. Concepts of Sovereign Wealth Fund.....	11
Part 1 Definition and classification of Sovereign Wealth Fund.....	11
Part 2 Influences of Sovereign Wealth Fund.....	11
Section 2. Developments of Sovereign Wealth Fund.....	12
Part 1 Origins of Sovereign Wealth Fund.....	12
Part 2 Status of Sovereign Wealth Fund.....	13
Part 3 Development of Sovereign Wealth Fund.....	19
Chapter 3 Qualitative analysis of Sovereign Wealth Fund.....	21
Section 1. Case study.....	21
Part 1 Sovereign Wealth Fund of Norway.....	21
Part 2 Sovereign Wealth Fund of Singapore.....	27
Part 3 Sovereign Wealth Fund of Korea.....	31

Section 2. Summary.....	34
Chapter 4 Empirical Analysis on the influence of the Sovereign Wealth Fund 's investment income.....	36
Section 1. Model.....	36
Part 1 Data description and statistical analysis.....	36
Part 2 Model.....	38
Part 3 Variables.....	39
Part 4 Correlation test.....	45
Section 2. Empirical analysis.....	45
Part 1 Empirical analysis.....	45
Part 2 Result analysis	48
Chapter 5 Policy suggestion for Sovereign Wealth Fund.....	49
References.....	56

第一章 导论

第一节 研究背景与意义

20 世纪 80 年代以来,中国采取出口导向型经济发展模式,巨大的进出口贸易带动了中国经济在过去 30 年中实现高速发展,奠定了中国在当前全球经济格局中的地位。巨大的经常账户和资本账户双顺差之下,我国的外汇储备规模在 2015 年 12 月底达到 3.33 万亿美元^①。在复杂的外部形势下,如何兼顾外汇储备的安全性和收益性,或者说,如何在保障国家外汇储备安全的同时提高投资的收益,成为一个亟待解决的难题。

为了有效利用外汇储备,国家在 2007 年 9 月成立了专门的外汇储备管理公司——中国投资有限责任公司(China Investment Corporation,简称中投公司)。然而,中投公司成立时间短、投资经验有待提高,加之其政府背景,面临东道国较为严格的金融保护,对外投资面临种种的困难和挑战,尤其在 2009 年国际金融危机前后,中投公司对外投资收益出现大幅波动,其投资收益率在 2008 年为 -2.8%,2010 年上升为 11.7%,2011 年降至 -4.3%,2012 年上升为 10.6%,2014 年降至 5.4%^②。因此,我国应立足于国内外经济实际,制定一系列符合国情的投资策略,提高我国主权财富基金的运营能力和收益水平,使主权财富基金在积极管理外汇储备、促进我国经济发展和建设全面小康社会上发挥更加重要的作用。

面对复杂多变的宏观形势,探究主权财富基金投资收益的影响因素成为提高主权财富基金投资收益的一个重要研究课题。通过研究投资规模、投资地区、投资资产、透明度、主权国发展情况等变量与投资收益的关系,有助于提高主权财富基金投资决策的预见性和科学性,增强主权财富基金投资的主动性。这正是本文研究的研究背景和研究目的所在。

^①数据来源:2016 年 1 月 7 日中国人民银行公布的最新外汇储备数据,
<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/2161324/2161340/index.html>。

^②数据来源:中国投资有限责任公司 2014 年年报, <http://www.china-inv.cn/>。

第二节 文献综述

一、主权财富基金的定义及分类研究

目前学术界对主权财富基金还没有统一的定义。IMF（2008）定义主权财富基金是由一国当局拥有或者控制、具有特殊目的的公共投资基金或机构，其投资组合包括对海外资产的投资。美国财政部（2007）认为，主权财富基金是主要由外汇储备构成的政府投资工具，应当和中央银行控制的外汇储备区分开来。中国人民银行（2007）认为主权财富基金是与“私人财富”相对应的、一国政府通过特定税收与预算分配、可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的、由政府控制与支配的一般以外币形式持有的公共财富。朱孟楠、喻海燕（2011）总结认为主权财富基金是由一国政府所有的具有特殊意图的公共投资基金，该基金通常来源于国家外汇储备盈余、养老金或财政盈余，其特点为国家持有、规模巨大、境外投资。从本质上讲，主权财富基金也和一般基金一样，追求股东利益最大化，但是由于其政府背景，股东利益最大化即国家收益最大化。

对于如何划分主权财富基金，有的学者按照初始设立动机将主权财富基金分为四大类：储蓄基金、稳定基金、融资基金和发展基金（Stephen Griffith-Jones, 2006），有的学者认为按照获取资金方式的不同可以将主权财富基金分为资源型商品基金（commodity-based funds）和非资源型商品基金（non-commodity-based funds）两大类（Clay Lowery, 2007）。IMF 按主权财富基金要实现的政策目标分类：有的主权财富基金目的是平滑资源商品价格波动造成的资产波动；有的主权财富基金希望通过长期投资项目获取长期收益，为未来的支出储备备用资产；有的主权财富基金作为独立的专业投资主体，利用其专业优势为国家外汇储备进行投资规划，提高外汇储备投资收益；有的主权财富基金以推动国内基础设施建设为目标，为政府提供公共服务的资金支持；有的主权财富基金的成立是为了管理养老金，在保障未来养老金支付的同时，提高投资收益。

二、主权财富基金发展原因及影响分析

主权财富基金快速发展的原因有很多，可以归纳为以下两类，一类是直接原因，一类是根本原因。直接原因是从主权财富基金的创建形态和投资收益的角度

考虑的。(1) Johnson (2007) 认为, 一些国家由于长期的经常项目收支顺差获得大量的外汇储备, 而这些外汇储备规模远远超过应急需求, 因此通过设立主权财富基金、借助专业金融资产管理手段来管理闲置外汇资本。(2) Turman (2007) 认为主权财富基金的设立是为了平滑国际收支不平衡引起的汇率变动, 以及平滑代际财富。根本原因是从历史角度探寻主权财富基金快速发展的原因: (1) John Gieve (2008) 认为主权财富基金高速发展是由于世界各国发展不均衡造成的。对于新兴市场而言, 高企的资源价格、长期的贸易顺差、长期持有国际债券, 使新兴市场成为了债权人, 而主权财富基金的设立正式为了合理利用债权, 提高资金收益率。但是由于国际经济失衡, 持有大量对外净债权的国家会面临汇率、利率、政治风险。(2) 李俊江 (2008) 认为美元绝对主导地位是主权财富基金产生的根源。(3) 谢平 (2009) 认为在能源价格上涨的背景下, 通过设立主权财富基金、扩大海外投资规模, 能够有效避免落入“资源诅咒”怪圈。(4) 刘新英 (2008) 从“需求”和“供给”角度, 指出发展主权财富基金有助于缓解国际收支不平衡、提高国际经济影响力。

主权财富基金快速发展, 对世界金融市场影响巨大。主权财富基金有助于促进东道国经济发展, 提高主权国投资收益, 尤其是金融危机后, 主权财富基金作为长期投资者, 对世界经济稳定起到重要作用 (IMF, 2008; John Gieve, 2008; Beck Roland, 2008)。然而也有学者对主权财富基金持否定态度。Kern (2007) 认为, 主权财富基金规模庞大, 在对外投资时引起大规模资本流动, 可能会使价格、汇率产生异常波动。Truman (2007) 指出, 主权财富基金对外投资可能引起市场羊群效用, 加剧市场波动。

三、围绕主权财富基金投资行为的研究

围绕主权财富基金投资策略的分析, 喻海燕等 (2014) 基于均值-方差-CVar 模型对主权财富基金投资的最优组合进行研究。Aizenman 和 Glick (2008) 提出主权财富基金管理风险的办法是购买全球著名指数基金, 如 S&P500 指数、道琼斯指数等。Truman (2008) 从资产组合调整、股权投资限制、非控股型投资条件、杠杆政策运用等方面, 对比分析了不同类型主权财富基金风险管理的不同特征; Kunzel 等 (2011) 指出, 投资期限、资金来源以及其他资产负债表特征都

会影响主权财富基金的战略资产配置；Bodie 和 Brière (2011) 把或有求偿权理论应用到主权财富基金资产负债表的分析中，得到主权财富基金资产配置的最优方案；Molloy 和 Ned (2011) 提出可利用一些金融衍生工具如互换和套期保值等进行主权财富基金风险管理。

对主权财富基金投资绩效的评价也有不同方法。孙啸天等 (2013) 从公司运营效果、公司治理结构、国际关系、社会责任（社会服务支出占总支出的比重）等角度选取指标衡量主权财富基金投资绩效。李锋等 (2012) 运用实践研究法度量中国主权财富基金投资绩效。魏晓琴等 (2015) 运用 DEA 方法对世界九大主权财富基金的投资绩效进行评价，结果显示中投公司投资策略的安全性和流动性较强，但是收益性稍显不足。

针对主权财富基金对外投资面临的风险，学者也提出了不同评估方法。朱孟楠等 (2011) 构建了具有可操作性的“主权财富基金投资风险三因素评估体系” (CSC Assessment System)。韩立岩、尤苗 (2012) 基于风险对冲角度提出，建立两基金分离的投资模式降低投资风险。何帆、陈平 (2006) 分析了挪威政府石油基金和新加坡政府投资公司及淡马锡的风险管理措施。

影响主权财富基金投资收益的因素主要包括：透明度、资产规模、投资策略、宏观经济环境、东道国司法成熟度和资本市场成熟度、主权国经济发展水平和金融市场发展程度等。

透明度是影响主权财富基金投资收益的重要因素 (Truman, 2008)。透明度影响东道国和企业对主权财富基金的判断，也会对东道国目标企业的收益产生影响 (Kotter & LeI, 2011)。东道国对透明度的要求越来越被重视，要求主权财富基金披露更多的信息 (Johnson, 2007)。吕明等 (2008) 认为增加主权财富基金透明度，有助于降低东道国警惕，提高主权财富基金资产流动性和投资收益，并解决委托代理问题。因为政府代为管理国民财富，可能出现道德风险和腐败现象，即出现委托代理问题。越是不透明的主权财富基金，越是容易去侵害中小投资者利益或者利用主权财富基金投资去实现个人或政治目的，因为在一个不透明的环境中，这样做的难度较小 (Leuz, Nanda 和 Wysocki, 2003)。相反，在透明度更高、治理更加完善的主权财富基金中，基金经理对他们投资的业绩会承担更多的责任，这意味着他们更有激励去最大化他们的投资组合收益 (Shleifer 和

Vishny, 1997)。Kotter (2008) 等也认为主权财富基金透明度对超额收益有正面影响。

但是张海亮等 (2013) 认为主权财富基金信息披露越多, 透明度越高, 意味着市场投资者获得的投资信息越大, 国际套利行为可能抢占了主权财富基金的投资收益。Dewenter (2010) 研究发现透明度对主权财富基金超额收益影响不显著。

目前各国主权财富基金的透明度水平有显著差异。各国政治经济发展程度不同、企业文化特点差异导致透明度发展水平不同 (张瑾, 2015)。由于主权财富基金具有特殊的政府背景, 主权财富基金可能追求商业利润也可能追求政府利益 (Christopher Cox, 2008), 主权财富基金可能通过投资基础设施和垄断行业, 获取核心技术, 影响东道国经济安全 (Douglas Rediker & Heidi Crebo Rediker, 2007)。东道国 (即被投资国) 担心主权财富基金作为政府控制的实体, 其对外国公司的投资可能带有政治战略意图, 比如控制一国的自然资源或者是出于外交考虑 (Barbary 和 Bortolotti, 2012)。卞菠 (2009) 从 52 家样本基金数据中发现, 经济越发达的国家, 主权财富基金透明度越高; 总资产较大的主权财富基金, 透明度较低。规模大但透明度低容易引起东道国警惕。东道国为了维护本国经济稳定, 可能设置针对主权财富基金的投资壁垒, 同时要求主权财富基金披露更多信息 (Johnson, 2007)。张海亮等 (2013) 运用声誉模型分析东道国警惕, 认为东道国设置投资壁垒不利于主权财富基金开展投资活动, 也不利于本国发展。王乐等 (2013) 运用计量模型研究影响主权财富基金透明度的因素, 提出主权国政府透明度、主权财富基金公司治理状况是影响主权财富基金透明度的两个因素。吕明等 (2008) 从信息透明化的原则和框架设计两个方面探索提高主权财富基金透明度的原则和方法。高洁 (2015) 从公司结构和治理、财务披露、投资行为等角度对中投公司提高透明度提出建议。薛琰如, 张海亮 (2014) 针对东道国投资壁垒提出相容性概念, 即主权财富基金在对外投资时除了获取投资收益, 还应该通过让渡价值或者给东道国创造正向外部经济效应以实现共赢。周超等 (2011) 指出应重视主权财富基金的风险移动, 建立相应准则规范主权财富基金投资行为避免风险移动, 从而降低东道国的疑虑。

政府背景与主权财富基金投资收益相关, 因为政府任命的投资经理可以优先获得政策信息。主权财富基金的经理们甚至还拥有影响政策制定或者政府采购的

优势 (Dewenter, Han 和 Malatesta, 2010)。

资产规模也是影响主权财富基金投资收益的因素之一。张海亮等 (2013) 认为规模大的主权财富基金可以降低投资成本, 产生规模效应, 规模小的基金灵活性更强, 管理难度较小。

投资策略选择是主权财富基金资产投资过程中的首要环节 (Gary et al., 1995), Ibbotson 和 Kaplan (2000) 研究指出资产配置可以解释 90% 的收益波动。投资策略包括资产组合配置以及投资区位选择。主权财富基金可以选择积极的投资策略, 更多投资于股权市场, 也可以选择保守的投资策略, 投资于固定收益产品。如果主权财富基金的风险承受能力更强、风险偏好更强, 其投资组合将会偏向于风险投资, 投资收益也将受到影响 (朱孟楠, 喻海燕, 2011)。周超 (2011) 利用多元线性回归模型发现, 债券投资比例是挪威主权财富基金投资收益最重要的影响因素。同时, 投资区位选择也是影响主权财富基金投资收益的重要因素之一。发达国家和新兴市场国家的金融市场发展程度不相同, 对主权财富基金的投资收益也将产生影响。区位选择不仅直接影响企业对外直接投资的选择, 而且也决定了对外直接投资的部门结构和国际生产的类型 (Dunning, 1981)。一些主权财富基金逐步增加对新兴市场国家的投资, 中国、印度以及一些中东国家成为主权财富基金较偏好的投资目的地 (朱孟楠等, 2009)。郭明 (2013) 认为发达市场投资占比越大, 投资收益越高。基金规模越大, 投资收益越好。信息披露越多, 投资获益越少。周超 (2011) 认为主权财富基金可以通过加强对市场风险的控制和管理、提高发达市场投资比重以提高投资收益率。

东道国的特征, 如文化、政策和政治态度也会影响主权财富基金的投资收益, Knill 等 (2011) 认为双边政治关系将会影响主权财富基金投资区位的选择。Pangarka 和 Lim (2003) 在研究新加坡对外投资效益的估计及影响因素时指出, 进入模式、文化差异、子公司规模的相对大小和东道国政府的态度也会影响主权财富基金投资收益。童宇等 (2015) 认为东道国的司法成熟度、资本市场成熟度和主权财富基金的透明度对主权财富基金投资收益有显著正向影响。主权财富基金开展海外投资, 收购股份的比例与投资收益正相关, 但达到一定临界值之后, 会呈现负相关。

主权财富基金所属国的特征也会影响其投资收益。主权财富基金所属国的司

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.